

化工

2017年02月28日

# 万华化学 (600309)

## ——MDI 三月挂牌价上调，2017 年业绩有望持续超预期

报告原因：有信息公布需要点评

**增持** (维持)

投资要点：

- **公司公告：**自 2017 年 3 月份开始，中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 26000 元/吨，直销市场挂牌价 27000 元/吨；纯 MDI 挂牌价 25700 元/吨。
- **MDI 淡季已过，春节之后需求持续回暖，年初 MDI 延续涨价态势，一季度业绩有望持续超预期。**春节之后下游企业逐渐复产叠加春节期间经销商库存低位，需求逐渐回暖。目前聚合 MDI 市场价 26600 元/吨，较年初上涨超过 20%，纯 MDI 市场价 26700 元/吨，较年初上涨 14%，MDI-苯胺价差持续扩大。2017 年 3 月份，聚合 MDI 挂牌价为 26000 元/吨，较 2 月份持续上涨 2000 元/吨。按照公司每年大约 100 万吨权益产量计算，MDI 价格每涨 1000 元/吨，业绩增厚 10 亿元，业绩弹性巨大。
- **供应偏紧，万华 MDI 装置近期保持近八成开工率。**重庆巴斯夫 40 万吨 MDI 装置本周暂时关停，主要因合成气供应问题，预计关停时间长达一个月。此外，巴斯夫位于韩国丽水的 25 万吨 MDI 装置也将于 3 月中旬关停数日，MDI 供给紧张格局有望延续。新增供给有限，MDI 未来有望长期保持高盈利。2017 年全球范围主要新增产能是陶氏在中东地区的 40 万吨/年产能，但是产品主要在下半年投放、负荷提升需要时间提升且有可能投产不及预期。高壁垒、高投入使得行业可以长期保持寡头垄断格局，2018 年以后行业基本没有新增产能进入，万华作为全球龙头攫取丰厚利润，预计未来 MDI 价格中枢将远高于 2016 年，长期保持高盈利。
- **打造石化大平台，强势进入原料 LPG 贸易领域。**八角工业园区石化产业链的核心是 75 万吨的 PDH 装置，其提供的丙烯是后续丙烯酸、丙烯酸酯和涂料、SAP 的原料。2016 年下半年以来，该套装置运行平稳，基本一直处于满负荷运行状态，环氧丙烷、丙烯、丙烯酸及酯等产品持续维持高盈利。通过石化平台向下游延伸，六大事业部进入高速成长期，预计未来三年 CAGR 超过 40%。利用石化项目所提供的原料，生产出 TPU、SAP、PC、特种胺、水性涂料树脂、改性 MDI 等行业增速更快、附加值更高的产品，未来有望达到 300 亿元收入，而今年对应收入仅有 50 亿元，随着公司新材料产品投产和放量，公司增长空间广阔。
- **盈利预测及投资评级：**MDI 和石化产品盈利持续向好，六大事业部成长空间巨大，一季度业绩有望超预期。维持盈利预测，维持“增持”评级。预计 2017-2018 年 EPS 为 2.07、2.51 元，当前股价对应 17-18 年 PE 为 12X、10X。
- **风险提示：**MDI 与石化产业链景气回升幅度不及预期；新业务拓展不及预期。

市场数据： 2017 年 02 月 27 日

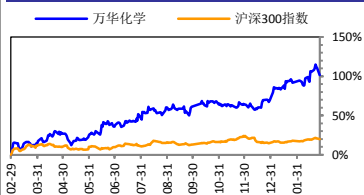
收盘价(元)	25.65
一年内最高/最低(元)	27.77/13.6
市净率	4.1
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	55464
上证指数/深证成指	3228.66 / 10353.56

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	6.31
资产负债率%	67.44
总股本/流通 A 股(百万)	2278/2162
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万华化学(600309)点评：Q4 业绩预增略超预期，非公开发行顺利完成，未来业绩有望持续保持高增长》 2017/01/18

《万华化学(600309)点评：MDI、石化盈利持续向好，Q4、2017 年业绩有望超预期》 2016/12/21

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008  
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818×7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19,492	20,932	27,094	33,457	38,610
同比增长率(%)	-11.75	41.55	39.00	23.48	15.40
净利润(百万元)	1,610	2,500	3,572	4,482	5,430
同比增长率(%)	-33.46	74.14	121.90	25.48	21.15
每股收益(元/股)	0.74	1.16	1.65	2.07	2.51
毛利率(%)	30.1	30.1	38.6	38.1	38.5
ROE(%)	13.9	18.3	23.6	22.8	21.7
市盈率	35		16	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	20,238	22,088	19,492	27,094	33,457	38,610
营业收入同比增长率 (yoy)	26.95%	9.14%	-11.75%	-	-	-
减: 营业成本	13,583	15,270	13,620	16,644	20,702	23,755
毛利率 (%)	32.88%	30.87%	30.13%	38.60%	38.10%	38.50%
减: 营业税金及附加	125	108	96	133	164	189
主营业务利润	6,530	6,711	5,777	-	-	-
主营业务利润率 (%)	32.27%	30.38%	29.64%	-	-	-
减: 销售费用	596	700	847	1,165	1,439	1,660
减: 管理费用	1,388	1,359	1,282	1,653	2,108	2,432
减: 财务费用	258	434	841	1,077	959	757
经营性利润	4,288	4,217	2,807	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	17.75%	-1.65%	-33.45%	-	-	-
经营性利润率 (%)	21.19%	19.09%	14.40%	-	-	-
减: 资产减值损失	27	74	-8	0	0	0
加: 投资收益及其他	-17	-1	3	0	0	0
营业利润	4,261	4,145	2,815	6,423	8,085	9,816
加: 营业外净收入	165	23	139	100	100	100
利润总额	4,426	4,169	2,954	6,523	8,185	9,916
减: 所得税	660	951	675	1,492	1,872	2,268
净利润	3,766	3,218	2,280	5,031	6,313	7,648
少数股东损益	874	798	670	1,459	1,831	2,218
归属于母公司所有者的净利润	2,891	2,419	1,610	3,572	4,482	5,430
净利润同比增长率 (yoy)	23.10%	-16.33%	-33.46%	-	-	-
全面摊薄总股本	2,162	2,162	2,162	2,162	2,162	2,162
每股收益 (元)	1.34	1.12	0.74	1.65	2.07	2.51
归属母公司所有者净利润率 (%)	14.29%	10.95%	8.26%	-	-	-
ROE	29.88%	22.84%	13.91%	23.60%	22.80%	21.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。